

Ecuador
Papel Comercial
Tercer seguimiento

Acería del Ecuador C.A. ADELCA

Calificación

Tipo Instrumento	Calificación Actual	Calif. Anterior	Último cambio
Segundo Programa de Papel Comercial	AAA	AAA	NR

Perspectiva: Estable

Calificación Actual: Calificación otorgada en el último comité de calificación.

Ultimo Cambio: Fecha del Comité de Calificación en el que se decidió el cambio de calificación.

NR: No registra cambio de calificación.

Definición de Calificación:

La categoría AAA corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen excelente capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general.

Resumen Financiero

(USD Millones)	dic-2021 ADELCA	dic-2022 ADELCA	dic-2023 ADELCA
Activos	435.4	458.6	480.7
Ventas	369.6	359.5	303.8
Margen EBITDA (%)	18.82%	18.76%	17.77%
ROE (%) *	12.87%	13.87%	8.07%
Deuda / capitalización (%)	36.35%	37.48%	38.32%
CFO / Deuda Fin CP (X)	4.49	0.29	0.33
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	1.96	-0.16	-0.33
Deuda Financiera Total Ajustada /EBITDA (x)	1.78	2.15	2.92
Deuda Financiera Total Ajustada/FFO (x)	2.55	3.11	4.47

Fuente: ADELCA
Elaboración BWR

Contactos:

Carlos Ordoñez, CFA
(5932) 226 9767; Ext. 105
cordonez@bwratings.com

Esteban Lopez
(593) 982243341
elopez@bwratings.com

Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió **mantener la calificación de “AAA” al Segundo Programa de Papel Comercial de Acería del Ecuador C.A. ADELCA** analizado en este informe. La calificación otorgada refleja nuestra opinión en cuanto al cumplimiento oportuno del pago de los valores en los términos y condiciones del programa calificado y demás compromisos financieros de la empresa, adicionalmente se considera el corto plazo de los títulos que se emitirán a través del programa.

Industria estratégica para el desarrollo del país, bajo un entorno económico complejo. ADELCA pertenece al sector metalmeccánico que se encuentra directamente relacionado con el sector de la construcción. Las perspectivas de crecimiento de este último son ajustadas para los próximos años; el bajo crecimiento proyectado, menor inversión pública, coyuntura política y un menor empleo adecuado podría afectar la demanda de vivienda. El riesgo del negocio se encuentra mitigado por el posicionamiento del emisor en el mercado y su endeudamiento controlado.

Posición competitiva consolidada y altas barreras de entrada: ADELCA es una empresa líder del mercado nacional de acero. La industria presenta altas barreras de entrada por tratarse de un segmento de uso intensivo de capital.

Generación operativa volátil y sensible al precio del acero: El acero, principal materia prima dentro de la industria, ha mostrado fluctuaciones importantes en los últimos años. El riesgo del incremento de precios de las materias primas en la generación de ADELCA se ha mitigado históricamente gracias a la posibilidad de transferir dichos precios al mercado y a su estrategia de promover el reciclaje de chatarra.

Endeudamiento moderado con estructura orientada hacia el largo plazo: La estructura de endeudamiento de ADELCA privilegia el largo plazo, lo que le permite mantener una importante flexibilidad financiera, aunque se observa un ligero incremento de la deuda a corto plazo con respecto el mismo periodo del año 2023.

Riesgo de liquidez mitigado: Frente a un entorno de menor liquidez en el sector financiero local y en la economía en general, ADELCA mitiga parcialmente el riesgo de refinanciamiento gracias a su imagen dentro del sistema financiero, el acceso a líneas de crédito tanto locales como del exterior, la posibilidad de diversificación de su fondeo con mercado de valores y la estructura de plazos de su deuda financiera. Se espera que en 2024 el emisor genere suficiente liquidez para cubrir sus inversiones y casi la totalidad de su deuda financiera de corto plazo, por lo cual mantendría una flexibilidad financiera importante.

La perspectiva de la calificación es estable y la misma incorpora la expectativa de que los niveles de deuda financiera tiendan a disminuir y que se continúe utilizando una estructura de deuda que privilegie el largo plazo.

Alcance de la calificación. La calificación utiliza una escala local, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito del emisor y/o de la transacción. Cabe indicar que el signo que acompaña la calificación indica una ubicación relativa dentro de la categoría y no una tendencia.

CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

A continuación, se presenta un detalle de la emisión calificada en este informe:

Segundo programa de Papel Comercial	
Emisor:	Acería del Ecuador C.A. - ADELCA
Nro. Seguimiento	Segundo seguimiento
No. de resolución	SCVS-IRQ-DRMV-2022-00006329
Fecha de aprobación	1-sep-22
Fecha de vencimiento	21-ago-24
Monto del programa	USD 20,000,000.00
Monto en circulación	USD 0.00
Plazo del programa	720 días
Plazo de la emisión	Hasta 359 días
Pago de capital	Al vencimiento del plazo de la emisión
Cupón de interés	Cero cupón
Garantía	General
Tipo de emisión	Desmaterializada
Destino de la emisión	Para Capital de Trabajo específicamente pago a proveedores
Calificadora de riesgos	Bankwatch Ratings del Ecuador S.A.
Agente estructurador y colocador	Silvercross S.A. Casa de Valores SCCV
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores Decevale S.A.
Rep. Obligacionistas:	Bondholder Representative S.A.

El Segundo Programa de Papel Comercial no contempla procedimientos de rescates anticipados.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

El entorno operativo del Ecuador se enfrenta a un escenario complejo, de incertidumbre en el corto y mediano plazo. Luego de la contracción más grande sufrida por la pandemia del COVID (7.8%) en el año 2020, la economía ecuatoriana no ha podido recuperar un crecimiento sostenido, sino que sus tasas de crecimiento son mínimas y según las cifras oficiales, en términos reales el PIB de cierre de 2023 podría recién acercarse al PIB prepandemia. Para el año 2023 la última estimación del BCE es de 1.5% y se prevé un crecimiento de 0.8% para el año 2024. Es probable que estas cifras varíen en función de la nueva metodología de año base para su cálculo.

La situación política que atravesó el país en el año 2023 a raíz de las elecciones adelantadas tuvo como resultado la elección del nuevo presidente Daniel Noboa, que enfrenta una situación de crisis económica especialmente por el alto déficit fiscal acumulado de gobiernos anteriores, agravada por el incremento significativo de la violencia de grupos de delincuencia organizada que ha soportado el país en los últimos meses.

A esto se sumó el racionamiento energético desde octubre-2023, producto de una fuerte sequía que afectó la generación hidroeléctrica, y que se dio al mismo tiempo que una mayor demanda¹. Esta situación no ha sido superada y perjudica la actividad económica en general.

En el inicio de su gestión el presidente Noboa envió a la Asamblea el Proyecto de Ley Orgánica de Eficiencia Económica y Generación de Empleo con carácter de “urgente”, el cual fue aprobado por la Asamblea Nacional en diciembre 2023, esta Ley otorga exenciones y beneficios tributarios para varios sectores de contribuyentes con la finalidad de mejorar la recaudación fiscal y dar incentivos para apoyar la reactivación económica y el empleo.

Además, para enfrentar la coyuntura de incremento del crimen y la violencia en el país, se adoptaron varias medidas que incluyen la declaración de conflicto armado interno para enfrentar a estos grupos, calificados como terroristas. Adicionalmente, se aprobaron cargas impositivas temporales y el incremento del IVA. Dichas medidas permitirán mejorar la situación de liquidez fiscal y generar recursos que estarían disponibles para enfrentar el conflicto y parte de las demás obligaciones fiscales pendientes.

En cuanto al presupuesto general del Estado, el Ministerio de Economía y Finanzas de Ecuador presentó (20 febrero 2024) ante la Asamblea Nacional el Presupuesto General del Estado para 2024, éste llega a USD 35,536MM, con un aumento del 13% respecto gasto del año anterior, lo que significa un déficit de USD 4,809 MM respecto de los ingresos presupuestados, estos aún no contienen la estimación de los nuevos ingresos que se recaudarán por el alza del IVA y demás medidas aprobadas en la Ley para atender el conflicto armado, la crisis social y económica, porque la Ley no ha sido publicada aún en el Registro Oficial.

Los principales supuestos de la proforma enviada son: PIB en USD 121,710MM y una inflación de 2.1% sin considerar el efecto del alza del IVA. Un precio promedio del barril de petróleo de alrededor de

¹ <https://www.eluniverso.com/noticias/ecuador/apagones-cortes-electricos-ecuador-causas-luz-nota>

USD 66.7 y la compra de derivados de los hidrocarburos en USD 94.7 por barril.

Para enfrentar el conflicto armado interno, la Asamblea Nacional no dio paso al incremento del IVA al 15%, que solicitó el Presidente, en su lugar aprobó cuatro impuestos o contribuciones para diferentes sectores que servirían al Estado para enfrentar el conflicto armado interno y la crisis social y económica. Posteriormente, luego del veto parcial del Presidente entraron en vigencia estas medidas y también el incremento del IVA que subirá al 15%.

Las medidas aprobadas son:

- 1) Impuesto a las utilidades de los bancos y cooperativas de ahorro y crédito
- 2) Incremento de hasta el 5 % al impuesto de salida de divisas
- 3) Contribución temporal de seguridad dirigida a utilidades de empresas
- 4) Materiales de construcción pagarán IVA del 5 %

A pesar de los ajustes tributarios, prevalece un déficit fiscal importante.

El déficit inicial del presupuesto estaría en alrededor de USD 6,200 MM, a lo que se suma USD 800 MM, según estimaciones del Gobierno, para financiar la guerra contra el terrorismo.

El déficit llega a USD 8,200 MM si se incluye la obligación constitucional de incremento del gasto salud y educación (USD 1,200 MM), y serán necesarios USD 9,000 MM para cubrir pagos atrasados y vencimientos de deuda, por lo que las necesidades de financiamiento del déficit fiscal podrían llegar a USD 17,200 MM.²⁾

Se estima que los multilaterales y los impuestos aprobados podrían aportar USD 7,000 MM, USD 4,000 MM podrían mantenerse como atrasos del año, pero faltarían USD 6,200MM. Frente a esta situación, se han planteado varias medidas como la focalización de subsidios y la optimización del gasto fiscal y del tamaño del Estado, propuestas que requieren un amplio debate nacional y acuerdos amplios.

Respecto a los ingresos tributarios, el SRI anunció un aumento en la recaudación del año 2023 del 1.5% frente a 2022, gracias a mayores anticipos

voluntarios del impuesto a la renta en el mes de diciembre, y mayor recaudación del impuesto al valor agregado y, en menor medida, de los de consumos especiales y de salida de divisas. Este último desde el 1 de julio bajó a 3.5% según la propuesta del Gobierno anterior de eliminarlo paulatinamente hasta el final de su mandato, aunque mediante decreto ejecutivo, en las medidas aprobadas que entrarán en vigor desde este mes este impuesto subirá al 5%.

El precio del petróleo ha mantenido una tendencia creciente en los últimos meses, alcanzando los USD 88.4, luego de mantenerse estable cerca de los USD 80 en el primer semestre del año. Sin embargo, en 2023 la producción petrolera registra los niveles más bajos desde hace 20 años, debido a la suspensión de exportaciones de petróleo a finales de febrero de ese año y por conflictos en zonas de producción petrolera³.

Para el año 2024 la agencia de calificación Fitch Ratings prevé que los precios del petróleo Brent alcanzarán los 80 dólares por barril y que los precios del petróleo WTI rondarán los 75 dólares⁴.

Es importante destacar que, en la consulta popular del 20 de agosto de 2023, la mayoría del país votó por detener la explotación petrolera en las áreas del campo ITT ubicadas dentro del Parque Nacional de Yasuní⁵. Hasta julio de 2023 el bloque 43 del campo, que debe cesar su producción, reportó más de 52,600 barriles de petróleo diarios. El impacto económico de la aplicación de esta decisión no está definido claramente, pero las estimaciones por parte de analistas y de Petroecuador oscilan entre USD 148 millones y USD 690 millones anuales en promedio, además de un aumento del 0.4% en la tasa global de desempleo por efectos colaterales en otras industrias.⁶ Hay argumentos en favor y en contra de esta medida.

La inestabilidad implícita en el comportamiento social y político ha tenido un impacto significativo en la confianza de los mercados, que se refleja en un mayor rendimiento exigido por inversionistas extranjeros. La división e inconformidad de la sociedad fue palpable en los resultados de las elecciones seccionales y de las elecciones presidenciales adelantadas.

² <https://www.lahora.com.ec/pais/necesidades-financiamiento-millones-cubrir-deudas-gastos-2024/>

³ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/petroecuador-fuerza-mayor-operacion/> y <https://www.primicias.ec/noticias/economia/por-conflictos-produccion-petrolera-cae-a-su-minimo-en-20-anos/>

⁴ <https://blog.roboforex.com/es/blog/2024/01/12/pronostico-del-crudo-de-petroleo-y-brent-predicciones-de-precios/>

⁵ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/orellana-sucumbios-consulta-itt-yasuni/>

⁶ <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/los-efectos-del-cierre-del-itt-tambien-se-veran-en-el-desempleo-nota/>

La incertidumbre hizo que el riesgo país se incrementara desde inicios de febrero de 2023, luego de los resultados adversos que tuvo el Gobierno en la consulta popular convocada por el Ejecutivo anterior. Luego de la aprobación del incremento del impuesto al valor agregado IVA (febrero 2024), el indicador registra una tendencia a mejorar, pasando un valor mayor a 2000 puntos registrado a inicio de enero 2024 a cerca de 1500 puntos, aunque este valor aún es uno de los más altos de la región.

Por otro lado, la calificación de riesgo crediticio de largo plazo del país otorgada por Fitch Ratings fue reducida de B- a CCC+ en agosto de 2023. Esta modificación viene impulsada por la complejidad e incertidumbre del entorno operativo, lo cual incluye una perspectiva de deterioro en las finanzas públicas, presionadas por el resultado de la consulta sobre el Yasuní y las expectativas de mayor gasto fiscal. Esta acción de calificación incorporó el deterioro en la capacidad de pago y alto costo de endeudamiento del país tanto de fuentes internas como externas y la dificultad de acceder a un nuevo acuerdo con el FMI. La calificadora consideró también que el riesgo político y de gobernabilidad se mantendrán elevados durante los próximos 18 meses.

Por otro lado, FITCH concuerda con otros analistas que las alternativas de financiamiento para el país provendrán de multilaterales, deuda interna y de la reducción de los depósitos en el Banco Central. Se considera que el país tendrá capacidad de honrar sus obligaciones en 2023 y 2024, pero que esta capacidad se ajustará en 2025 con las obligaciones al FMI y en el 2026 con los intereses de los bonos de deuda externa. En todo caso, el entorno operativo estará afectado por una contracción de liquidez, la misma que ya se ha evidenciado desde el segundo semestre del año anterior.

Cifras económicas y perspectivas

El Banco Central del Ecuador (BCE) notificó un crecimiento del PIB de 2022 de 2.9%⁷ que incorporó el impacto negativo del paro nacional, sobre la economía del país. En la siguiente tabla, se muestra el comportamiento real y esperado de las principales variables macroeconómicas, tomados de las cifras publicadas y las previsiones del BCE.

Indicador	2022	2023p	2024p
Producto Interno Bruto (PIB)	3.0%	1.5%	0.8%
Exportaciones	2.5%	1.7%	-7.0%
Importaciones	4.5%	2.6%	-3.3%
Consumo Final Gobierno	4.5%	0.6%	0.7%
Consumo Final Hogares	4.6%	2.8%	2.3%
Formación Bruta de Capital Fijo	2.5%	-0.1%	-0.1%

Fuente: BCE
Elaboración: BWR

Los primeros días de octubre de 2023 el Banco Mundial redujo la perspectiva de crecimiento del país para 2023 de 2.6% (junio 202023) a 1.3%. Los factores de riesgo para el crecimiento que señaló la entidad a nivel regional son las tensiones financieras en mercados emergentes y en desarrollo por altas tasas de interés a nivel mundial y por el inminente fenómeno del niño. La inestabilidad política y el acceso limitado a capital internacional y financiamiento a altos costos por riesgo país son factores que afectan además a las perspectivas económicas⁸ según Banco Mundial. Por otro lado, en ese mismo mes el FMI bajó su proyección de crecimiento para Ecuador al 1.4% (2.9% en su informe de inicio de año)⁹. Las expectativas del organismo consideran la incertidumbre política, la caída en la producción de petróleo, el empeoramiento de la situación de seguridad y desastres naturales relacionados con el fenómeno de El Niño.

A continuación, se muestra la evolución de la Reserva Internacional manejada por el Banco Central del Ecuador, según la política del gobierno de turno. Podemos mencionar que las reservas actualmente presentan niveles superiores a los observados antes de la pandemia, luego de hacer los pagos que corresponden y a pesar de la coyuntura económica desfavorable de los últimos años.



Fuente: BCE
Elaboración: BWR

⁷ BCE - Información estadística mensual No.2058

⁸ Expreso - <https://www.expreso.ec/actualidad/economia/banco-mundial-proyecta-menor-crecimiento-economico-ecuador-2023-162879.html>

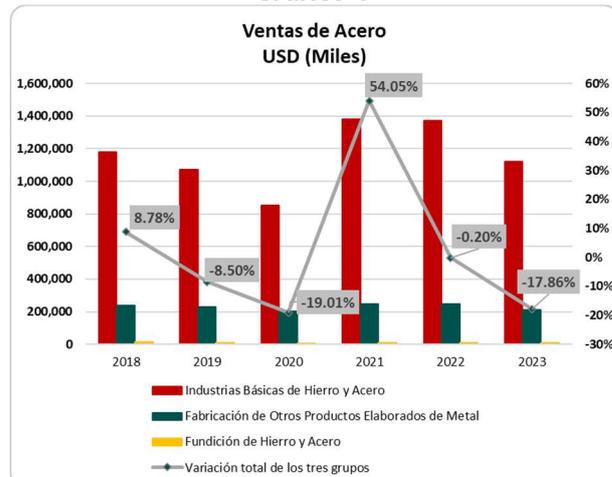
⁹ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/cepal-ecuador-america-latina/>

El impacto para Ecuador del fenómeno de El Niño se espera que sea moderado, con afectación a nivel agrícola en varios cultivos como arroz, caña, cacao, plátano entre otros. Las fuertes lluvias del invierno en la costa han afectado en USD 200 millones, y la Cámara de Agricultura estima que el Niño provocará pérdidas por más de USD 500 millones, con más impacto en el arroz. Se están evaluando planes de contingencia y asistencia a los agricultores para reducir la proporción de la afectación como por ejemplo un bono para pérdidas a pequeños agricultores¹⁰. Los daños registrados y la expectativa de pérdidas a nivel nacional en el corto y mediano plazo tienen impactos significativos en los precios de varios productos de la canasta básica.

En lo que respecta a la industria de manufactura, en los últimos años ha registrado la mayor participación en la economía ecuatoriana, con un 11.84% del PIB nacional a precios constantes durante el año 2021. Esto representa un incremento del 3.09% con respecto al año precedente. Durante el año 2020 se dieron variaciones negativas interanuales en las ramas de fabricación de equipos de transporte (-35.3%), producción de madera y sus productos (-19.5%) y producción de minerales no metálicos (-19.2%). En 2022 existió un crecimiento de 0.56% según cifras del Banco Central del Ecuador, sin embargo, la caída de 6.63% del año 2020 aún deja USD 754MM por recuperar para llegar a niveles de producción del 2019.

El sector manufacturero se subdivide en 24 ramas dependiendo de la naturaleza de la actividad, el análisis se centra en la rama *fabricación de metales (CIU C24)*, que a diciembre-2022 representó el 5.1% del total de los ingresos de la industria y a diciembre 2023 el 4.47%. Este sector es importante para la economía ecuatoriana ya que contribuye como insumo a otras industrias (construcción, farmacéutica, minería, química, textil, agroindustria y transporte), además es una significativa fuente de empleo. Según la Federación Ecuatoriana de Industrias del Metal (Fedimetal), el sector siderúrgico y metalmeccánico genera 92,822 empleos directos y 400,000 empleos indirectos, además el negocio de la chatarra mediante más de 800 proveedores formales beneficia a más 10 mil familias¹¹.

Gráfico 1



Fuente: SRI

Elaboración: BWR

Entre las principales actividades del sector metalmeccánico se encuentran la fabricación de ángulos, perfiles, secciones abiertas de acero laminadas en caliente, la elaboración de varillas, barras, secciones sólidas laminadas de hierro y acero en caliente, la fabricación de semiconductores y procesadores eléctricos, artículos de alambre, las aleaciones de diversos materiales y las actividades de forja, estampado, prensado y laminado.

De acuerdo con las previsiones macroeconómicas del Banco Central, la fabricación de metales y productos derivados del metal tendrá un decrecimiento del -10.49% en el 2023 (USD 577MM) con respecto al año 2022 (USD 519MM). Esto significa que llegaría a representar el 0.72% (0.81% en 2022) del PIB general en ese año.

Luego de la importante caída en las ventas de los tres grupos del gráfico anterior registrada en 2020, a causa de la pandemia, y la importante recuperación interanual del 54% en 2021 (crecimiento del 25% si se lo compara con el 2019), en los años 2022 y 2023 se observa una tendencia decreciente y a diciembre 2023 se reduce en un 17.86% con respecto a diciembre 2022. Cabe indicar que, en 2021, el mayor precio del acero influyó en el crecimiento de las ventas en dólares.

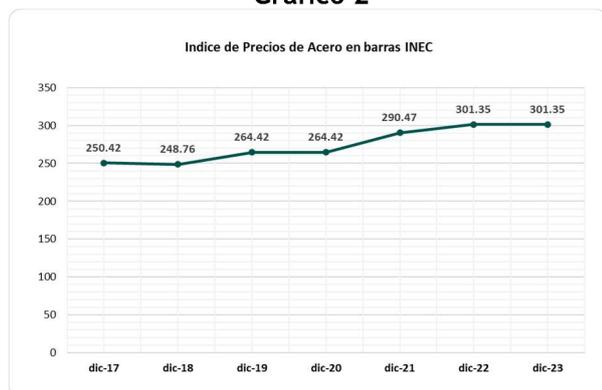
10

Primicias

<https://www.primicias.ec/noticias/economia/fenomeno-nino-agricultores-perdidas/>

11 <https://fedimetal.com.ec/estadisticas/>

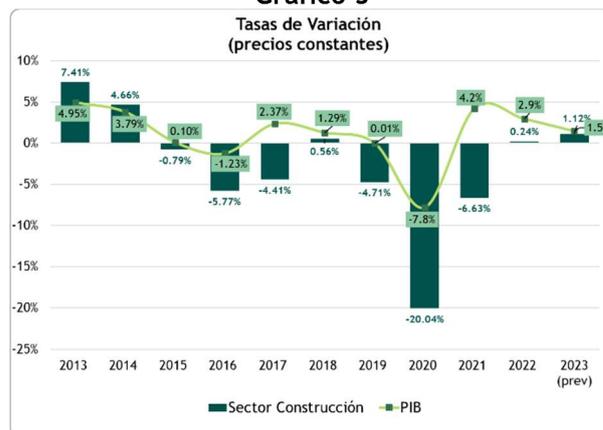
Gráfico 2



Fuente: INEC
Elaboración: BWR

En el gráfico anterior se observa que en 2023 el precio del acero en barras se ha estabilizado. El sector de la construcción es sensible al entorno macroeconómico, debido al uso intensivo en capital y mano de obra, enfocado en inversiones de mediano y largo plazo; además es una de las primeras industrias en verse afectada durante etapas contractivas y una de las últimas en recuperarse. Este sector registró una tendencia decreciente en el aporte al PIB desde el año 2015 hasta el 2017, nuevamente se contrajo entre los años 2019 y 2020, y en 2021 y 2022 registró un crecimiento cercano a 0%. Para 2023, la previsión oficial del Banco Central es de un crecimiento de 1.1%, aunque algunos participantes del sector prevén que las cifras finales sean las peores desde el 2019.¹²

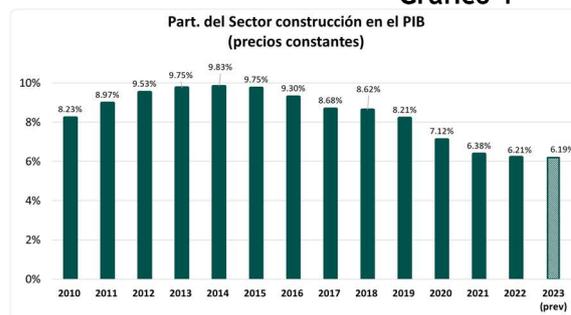
Gráfico 3



Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: BWR

Es importante mencionar que a inicios del año 2024 las viviendas de interés público de hasta USD 105M entraron en crédito preferencial en bancos y mutualistas debido al aumento del salario básico unificado¹³, por otro lado, el BIESS colocó USD 500 millones en créditos hipotecarios para el 2023¹⁴ lo que representan 264 millones menos de los esperado al inicio del año. Adicionalmente según cifras del Banco Central el sector de la construcción fue la décima industria por crecimiento en el segundo trimestre del 2023, si comparamos con el mismo periodo del 2022, como consecuencia de que el Estado siguió limitando el gasto de capital. Según análisis de un exministro de economía, en el año 2022 la inversión del Gobierno en obra pública fue la más baja de la última década¹⁵. Cabe mencionar que debido a la coyuntura política y su impacto en el nivel de confianza de los agentes económicos este crecimiento podría verse afectado en el corto y mediano plazo.

Gráfico 1



Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: BWR

¹² <https://www.lahora.com.ec/pais/sector-construccion-crisis-espera-cambiorumbo-nuevo-gobierno/>

¹³ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/credito-vivienda-vip-vis-montos-aumento-salario/>

¹⁴ <https://www.lahora.com.ec/pais/biess-participacion-mercado-creditos-hipotecarios/>

¹⁵ <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/sector-construccion-inmobiliario-ecuador-inversiones.html>

El sector continúa con el desafío de reactivarse tomando en consideración la reducción de la inversión en infraestructura pública, el deterioro del entorno operativo, el desempleo y la recuperación económica tras la pandemia.

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Acería del Ecuador C.A. ADELCA es una compañía líder en el mercado del acero ecuatoriano y pionera en el reciclaje y fabricación de acero en el país. Su principal actividad es la fabricación e industrialización de acero estructural, acero en varillas, perfiles, pletinas, entre otros productos de acero y la importación y exportación de bienes y servicios relacionadas a su actividad. La Compañía maneja nueve oficinas de venta a nivel nacional y dos plantas ubicadas en Alóag y Milagro.

El emisor mantiene sus ventas diversificadas en diferentes canales de distribución. El principal canal de ventas a diciembre 2023 fue el conformado por centros ferreteros, con una participación de 57.57%, seguido de distribuidores con un 23.89% de participación en el total de ventas, y en tercer lugar con una participación del 10.06% están las ventas a constructores. En el segundo semestre del año 2023 la segmentación de los clientes se modificó, por lo que se observa variaciones importantes en las participaciones, siendo los más afectados los canales de Distribuidor y Ferreteros.

Este proyecto incluía dos fases: la planta de producción de laminados y la planta de fundición. En julio-2017, se concluyó la construcción y el montaje de la sección de la planta de laminados mientras que la planta de fundición inició sus operaciones en enero-2019.

Las plantas fundidoras son esenciales para reducir costos y sostener los márgenes, al mismo tiempo permiten reducir la dependencia en proveedores de palanquilla, que se utiliza principalmente para su línea de laminados. El manejo de costos en la industria es crítico ya que la competencia limita los precios.

A la fecha de corte de información de este reporte, 1,188 personas trabajan en la empresa, lo que la convierte en uno de los mayores empleadores locales. A continuación, se aprecia el desglose del personal según su función.

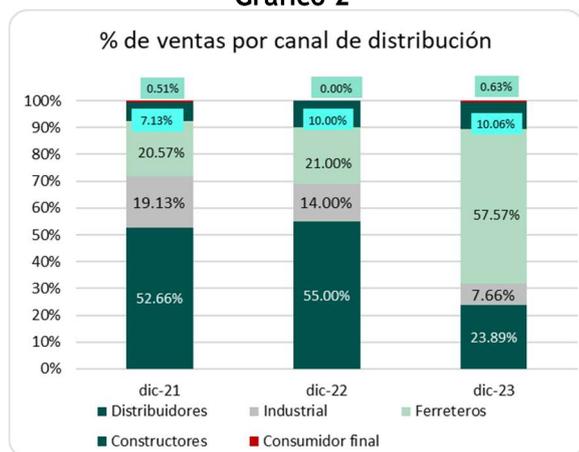
Dirección	35
Administrativos	325
Operativos	828
Total	1,188

ADELCA no ha tenido problemas laborales materiales y tampoco tiene sindicato. Dentro de la empresa, se encuentra conformada la Asociación Profesional de Trabajadores de Adelca (APTA), que recibe el aporte voluntario del 1% del sueldo de los colaboradores y brinda beneficios a sus afiliados. ADELCA asesora a esta asociación en temas financieros y administrativos.

Las plantas de producción de ADELCA ubicadas en Alóag y Milagro se dedican a la fabricación de laminados y fundición de acero. La planta ubicada Alóag cuenta con una capacidad instalada anual de 300 mil toneladas métricas de laminados y 300 mil toneladas métricas para fundición. Por otro lado, la planta ubicada en Milagro cuenta con una capacidad instalada anual de 400 mil TM para laminados y 400 mil TM para fundición de acero. A raíz de la pandemia covid-19, la Compañía tomó la decisión de que el proceso de fundición se concentre en la planta de Milagro dado que es una planta más moderna. A la fecha de corte ADELCA está utilizando alrededor de la mitad de su capacidad instalada por lo que cuenta con el potencial para lograr el crecimiento planificado en los siguientes años.

ADELCA utiliza tecnología moderna que les permite ofrecer productos de calidad. Cuenta con la certificación ISO 9001:2015 - Sistema de Gestión de Calidad y sus productos cuentan con sellos de calidad INEN con el fin de asegurar su calidad en el corto plazo. También mantiene la certificación ISO 14001-2015, que demuestra su responsabilidad y compromiso con la protección del medio

Gráfico 2



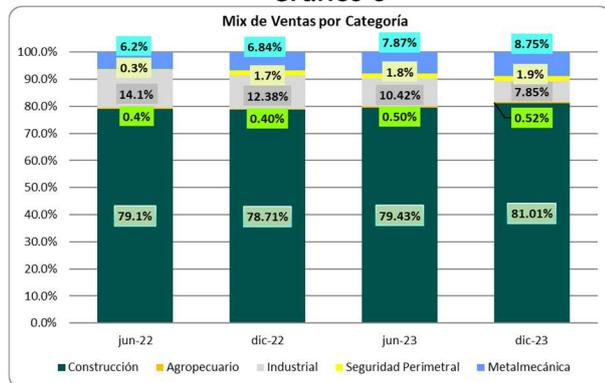
Fuente: Acería del Ecuador C.A. ADELCA
Elaboración: BWR.

ADELCA fue fundada en 1963 con orientación hacia la producción de varillas de acero para la construcción. En 2008, inició la fabricación de palanquilla basada en el reciclaje de chatarra. En 2014, la Compañía decidió invertir en una nueva planta en Milagro que fue financiada mediante recursos propios y un préstamo por USD 79MM con el Banco Interamericano de Desarrollo BID y la Corporación Interamericana de Inversiones CII.

ambiente. Por último, podemos mencionar que ADELCA también cuenta con la ISO 45001, para sistemas de gestión de seguridad y salud en el trabajo, destinada a proteger a los trabajadores y visitantes de accidentes y enfermedades laborales. Estas certificaciones fueron actualizadas en noviembre 2021 y tienen validez hasta el año 2024.

El emisor comercializa sus productos en tres categorías, dentro de las cuales la construcción es la de mayor importancia, seguida por el sector industrial y el metalmecánico. Juntas suman el 97.61% de los ingresos a la fecha de corte.

Gráfico 3



Fuente: Acería del Ecuador C.A. ADELCA
Elaboración: BWR.

Dentro de estos sectores, la Compañía maneja distintas líneas. La más importante es la de laminados, que incluye la producción y comercialización de varillas de construcción (recta y figurada), perfiles (ángulos, barras, pletinas y tees) y alambros. Otra línea importante es la fabricación y venta de trefilados, tales como alambres de púas, clavos, grapas, mallas sismo resistentes electrosoldadas, de cerramiento, de tumbado, varillas trefiladas, vigas y viguetas. En el último año Adelca ha incursionado en el mercado de los *planos*, mediante el desarrollo de producto masivos orientados a los clientes en los que ya tienen fidelidad, consiguiendo una participación creciente a diciembre 2023.

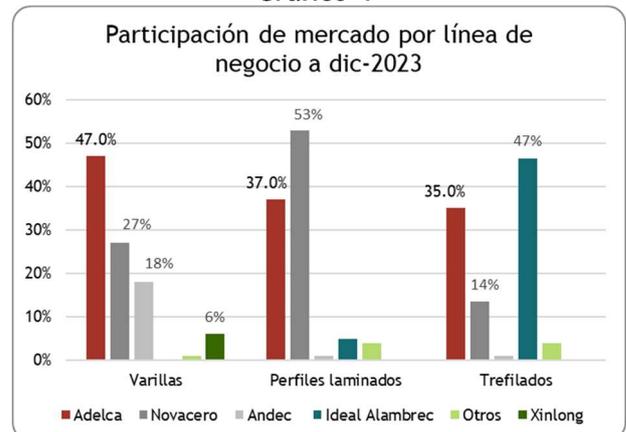
La generación de chatarra en el Ecuador es inferior a la demanda en el país, dando lugar a la importación de esta. La principal fuente de materia prima, el reciclaje de chatarra ha solidificado la imagen de Acería del Ecuador C.A. ADELCA como una empresa socialmente responsable y que se ha convertido en el principal reciclador. ADELCA compra barcos viejos y/o inservibles para el reciclaje de chatarra, estrategia exitosa ya que es un proceso de obtención de chatarra de buena calidad a un bajo costo. Desde el 2014 tiene un dique que le permite desguazar barcos. ADELCA cuenta con varios puntos de acopio de chatarra en el país con la finalidad de brindar mayor facilidad logística. También, cuenta con el “Club de Recicladores”

con el objetivo de fidelizar y formalizar a los proveedores de chatarra.

La diversificación de clientes es una fortaleza de la empresa. A diciembre-2023, solamente el 27% de las ventas se concentran en clientes con participación mayor al 3%. No obstante, como se mencionó en párrafos anteriores, el total de las ventas de producto terminado se dan a nivel local y por lo tanto mantiene alta dependencia de la economía nacional.

El emisor es líder en su principal línea de negocio (varillas), también lidera en la venta de productos largos de acero y ocupa el segundo lugar en las líneas de perfiles laminados y trefilados. En el siguiente grafico se presentan los últimos datos disponibles con respecto a la participación dentro del mercado de productos metálicos para la construcción.

Gráfico 4



Fuente: Acería del Ecuador C.A. ADELCA
Elaboración: BWR.

ESTRUCTURA DEL GRUPO- ADELCA

Acería del Ecuador C.A. - ADELCA mantiene la subsidiaria Provmetalica S.A., con una participación del 99.99%. La subsidiaria tiene como objeto la venta al por mayor y menor de materiales reciclables, y desde el año 2009 no ha mantenido operación por lo que no es generadora de ingresos. Según las notas a los estados financieros del año 2022 los accionistas de la Compañía mantienen un plan de venta del único inmueble de su propiedad ubicado en Santo Domingo de los Tsáchilas.

Desde el cuarto trimestre del año 2022 ADELCA ha realizado inversiones en la empresa HomeCenters ecuatorianos S.A. y también realizó otra inversión en una nueva institución del sector educativo. Cabe indicar que a la fecha de corte el valor en libros de todas las inversiones en subsidiarias representa únicamente 4.03% del total de activos de ADELCA.

ADELCA mantiene relaciones comerciales con empresas relacionadas por accionistas en diversos

países de Centro América (principalmente Nicaragua y Costa Rica) cuya actividad principal es comprar chatarra y venderle al emisor.

Adicionalmente, por vinculación accionarial ADELCA pertenece al grupo económico del mismo nombre, conformado por las empresas KUBIEC, Durallanta, Francelana, Cavstates y Direcacero, de acuerdo con los últimos datos disponibles en la página web del Servicio de Rentas Internas (SRI). Es importante mencionar que no consolida balances con estas empresas y no existen garantías cruzadas entre ellas para operaciones bancarias.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

A diciembre 2023 el patrimonio de ADELCA es de USD 253.96MM, y de este el 29% corresponde a capital social. La estructura accionarial de la empresa está distribuida de la siguiente manera:

Accionista	Nacionalidad	Capital (USD Miles)	% Participación
ELERAYNA BAY LLC	Estados Unidos	13,318	18.37%
HARD STEEL, LLC	Estados Unidos	13,107	18.08%
BASIC MATERIAL INVESTMENTS LLC	Estados Unidos	12,339	17.02%
SINGLETARY HOLDINGS	Estados Unidos	12,339	17.02%
FIDEICOMISO TENENTES	Ecuador	11,963	16.50%
OTROS MENORES AL 5%	Ecuador	9,435	13.01%
CAPITAL SOCIAL		72,500	100.00%

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

La estructura accionarial de ADELCA se encuentra dividida en 20 entidades de carácter jurídico y personas naturales. Los principales accionistas son de tipo jurídico, de los cuales los primeros cuatro son sociedades de responsabilidad limitada domiciliadas en Estados Unidos.

La Compañía cuenta con una política de pago de dividendos, en la cual se estableció que anualmente se repartirá alrededor del 25% de dividendos calculados sobre las utilidades del año anterior, teniendo en cuenta factores económicos y futuras inversiones en CAPEX de la compañía, según los cuales este porcentaje puede variar. En el año 2023 se realizó un pago de dividendos por USD 7.96MM a los accionistas, que corresponde al 25.1% de los resultados del año 2022.

Adicionalmente a la fecha de corte mantiene acciones en tesorería por USD 437.5M compradas a sus accionistas minoritarios en el año 2021. Esta recompra de acciones se realizó en los términos establecidos en el art. 192 de la ley de compañías que especifica que se deben únicamente emplear fondos de las utilidades líquidas de la compañía y

que la adquisición no acarreará la disminución del capital suscrito de la compañía.

La deuda financiera representa el 38.3% de la capitalización¹⁶ de la Compañía. La solidez patrimonial de la empresa demuestra el compromiso de los accionistas con la operación a largo plazo de la empresa.

GOBIERNO CORPORATIVO

Consideramos que los órganos administrativos de ADELCA, la calificación de su personal y los sistemas de administración y planificación son adecuados y al momento no representan riesgos significativos en relación con su capacidad de pago.

La administración de la Compañía está conformada por profesionales calificados con una trayectoria técnica, comercial y operativa importante en el sector metalmecánico.

El órgano supremo para la gobernanza de ADELCA es la Junta General de Accionistas. La Junta General designa al Directorio, que es el máximo órgano de administración, este está compuesto por el presidente del Directorio, seis directores principales, un director alterno y un secretario corporativo.

El Directorio se reúne de manera bimensual y establece políticas y procesos que permiten ejecutar las disposiciones estatutarias y reglamentarias de la Compañía, así como otras disposiciones que permiten garantizar la eficiencia, transparencia y rendición de cuentas. El Directorio aprueba, revisa y supervisa los planes estratégicos y financieros, controlando resultados y riesgos, y asegurando el cumplimiento de políticas y prácticas que incluyen los aspectos económico, social y ambiental.

El Presidente Ejecutivo es elegido por el Directorio por un periodo de cinco años y tiene como parte de sus funciones la representación legal de la Compañía, la administración a la Compañía y sus bienes, velar porque la Compañía cumpla con todas sus obligaciones legales, presentar anualmente un informe de su administración a la JGA y al Directorio, entre otras. El Presidente Ejecutivo tiene una amplia experiencia y conocimiento del negocio y del sector. Actualmente el Presidente Ejecutivo es la empresa Direcacero Dirección de empresas del Acero S.A.

ADELCA cuenta también con un Vicepresidente Ejecutivo nombrado por el Directorio. El mismo es colaborador directo del Presidente Ejecutivo y tiene las mismas atribuciones que este. Si bien los

¹⁶ Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio

estatutos consideran la existencia de dos vicepresidencias, actualmente esta posición la ocupa una sola persona que cuenta con amplia experiencia en la Compañía y el sector.

ADELCA mantiene pólizas de seguro que cubren el riesgo de sus instalaciones, maquinaria, transporte pesado, muebles, enseres, vehículos, equipos de oficina e inventario con vigencia hasta noviembre 2024. Además, mantiene pólizas de fidelidad privada, transporte de dinero, transporte interno, cumplimiento de contrato y buen uso de anticipo.

La empresa genera información financiera oportuna, consistente y clara, y es auditada a fin de cada año por firmas de reconocido prestigio.

Las provisiones de jubilación y desahucio se realizan en función de los estudios actuariales realizados por profesionales independientes.

La Compañía cuenta con lineamientos estratégicos, y un presupuesto anual elaborado por el Vicepresidente Ejecutivo que se revisa periódicamente en el Directorio.

El plan estratégico de la Compañía considera el proyecto de optimización integral en todos los niveles de la organización, basado en la asesoría de consultores internacionales y la mejora en la gestión del inventario mediante mejoras digitales.

En cuanto a la infraestructura informática, la empresa utiliza varios aplicativos para administrar la gestión contable, financiera, administrativa y comercial.

PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas

Para el presente análisis se utilizaron los estados financieros individuales de Acería del Ecuador C.A.-ADELCA, auditados por firma PricewaterhouseCoopers del Ecuador Cía. Ltda. para 2021 y 2022, y por Deloitte & Touche para el 2018, 2019 y 2020. Dichos informes no contienen observaciones respecto a la razonabilidad de su presentación bajo normas NIIF. También se han analizado los estados financieros directos con corte diciembre 2023.

Como se indicó anteriormente, ADELCA mantiene la subsidiaria Provmetalica, con quien consolida. Por ello, se han analizado los estados financieros consolidados de Acería del Ecuador C.A. -ADELCA y Subsidiaria auditado por Deloitte & Touche para el 2018, 2019 y 2020 y por PricewaterhouseCoopers del Ecuador Cía. Ltda. para el 2021 y 2022. Este informe no contiene observaciones respecto a la razonabilidad de su presentación bajo normas NIIF.

En el caso de Adelca no existen diferencias relevantes entre los estados financieros auditados individuales y los consolidados, por lo cual consideramos que sus estados financieros individuales reflejan adecuadamente su capacidad de pago.

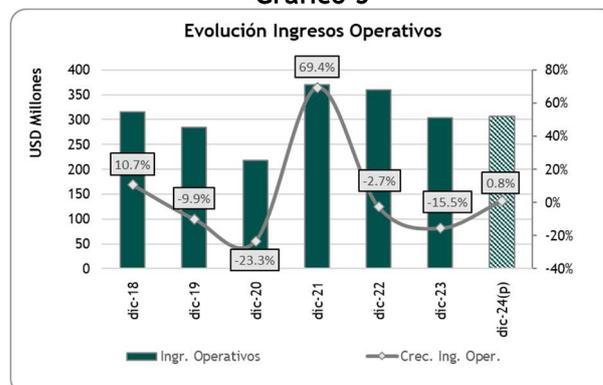
Hemos recibido por parte de ADELCA las proyecciones de los estados financieros para el año 2024-2025, que incorporan las expectativas sobre el crecimiento de las ventas, manejo del capital de trabajo y las inversiones de capital (CAPEX) planificadas a futuro. La calificadora ha sensibilizado dichas proyecciones con el fin de incorporar su propia visión y expectativas.

Cabe indicar que, salvo que se indique lo contrario, las cifras y gráficos presentados en el presente informe reflejan la información individual de ADELCA, el cual mantiene la mayoría de los activos, pasivos e ingresos del grupo que encabeza.

Gestión Operativa y Tendencias

Los ingresos operativos de Acería del Ecuador C.A. muestran una correlación positiva con el crecimiento del sector de la construcción, dado que de los productos que vende la Compañía son insumos para esta industria, y también recogen el efecto de negocios estatales puntuales hasta 2018 que fueron de importancia y la paralización de inversión pública de los últimos años.

Gráfico 5



Fuente: Acería del Ecuador C.A. ADELCA

Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR

En el gráfico anterior se aprecia el impacto en las ventas de 2020 que tuvo el confinamiento obligatorio del primer semestre de dicho año a causa de la pandemia del COVID19, así como la positiva evolución de los ingresos en el año 2021, los cuales presentaron un incremento de 29.96% comparado con el 2019, esto como efecto de la recuperación de los niveles de demanda de las diferentes industrias y de la subida de los precios de materiales de construcción metálicos.

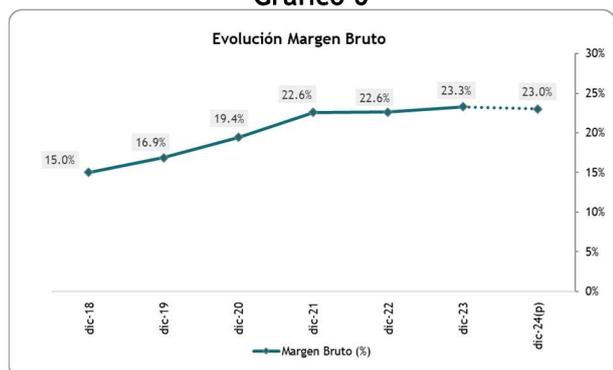
Para diciembre 2023 la compañía presenta una disminución en los ingresos operativos del 15.5% con respecto al mismo periodo del año 2022 como

resultado de menores proyectos de construcción, curva de aprendizaje en las nuevas líneas y por el incremento de la inseguridad a nivel nacional, que afectó al canal de ferreteros y al sector informal de la economía. Para el final del año 2024, el emisor proyecta mantener un nivel similar de ventas con un crecimiento del 0.8%, considerando la desaceleración de la economía y una posible disminución del precio internacional del acero, y al mismo tiempo el crecimiento en sus nuevos productos. La calificadora considera que el supuesto es factible, aunque la evolución de los ingresos dependerá también de la evolución del entorno operativo y del sector de la construcción.

Por otro lado, el margen bruto en los últimos años ha presentado una tendencia creciente, gracias a las mejoras de productividad en la nueva planta impulsadas por consultorías internacionales y por un precio de la materia prima estable. El efecto del mayor costo de esta materia prima ha podido ser transferido al precio de venta, adicionalmente se refleja una mayor absorción de los costos fijos por incremento en ingresos y por las optimizaciones en las plantas de producción.

Para el año 2024 el emisor espera una mejora ligera en el margen bruto, pero en este informe se supone que el margen se mantenga estable en alrededor del 23%, como resultado de la mejora de las eficiencias en los procesos productivos, y la expectativa de una mayor estabilidad macroeconómica. Adicionalmente Adelca se encuentra implementando mejoras en sus procesos comerciales resultado de las consultorías internacionales realizadas en el año 2023.

Gráfico 6

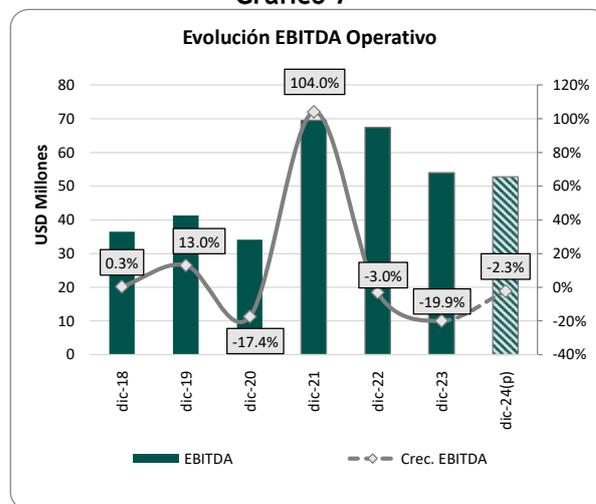


Fuente: Acería del Ecuador C.A. ADELCA
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR

Con relación a los gastos operativos, históricamente estos han mantenido un peso promedio del 10% frente a las ventas. A diciembre 2022, representaron el 9.3% de los ingresos y a diciembre 2023 el 11.7%, este crecimiento es causado principalmente por las consultorías realizadas durante el año e incursión en nuevas líneas de producción. Para el año 2024 se

esperaría que este rubro se mantenga porcentualmente estable alcanzando el 11.81%.

Gráfico 7



Fuente: Acería del Ecuador C.A. ADELCA
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR

Las fluctuaciones del EBITDA se relacionan directamente con el comportamiento de las ventas y las variaciones en el margen bruto. Para el final del año 2023 se observa una disminución en el EBITDA, que decrece en 19.9% con respecto diciembre 2022, en línea con el comportamiento de las ventas. Para el final del año 2024 se espera una disminución del EBITDA de 2.3% como resultado del ajuste del margen bruto antes indicado y un mayor peso de los gastos de operación.

A la fecha de corte el resultado neto de ADELCA llega a 20.0MM, con un decrecimiento del 36.98% con respecto a diciembre 2022 principalmente por la reducción de las ventas y el incremento de los gastos financieros, que se compensaron parcialmente con un mayor rendimiento financiero sobre sus fondos disponibles. Para el año 2024 esperamos que se alcancen resultados netos de USD 18 MM.

Por otra parte, el ROA y ROE a diciembre 2023 se sitúa en 4.26% y 8.07% respectivamente, que refleja una rentabilidad adecuada y se reduce ligeramente por la reducción de ventas esperadas para este año.

Estructura del balance

ACTIVOS						
	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23
Total Activo Corriente	45.1%	43.0%	48.1%	47.5%	50.2%	47.4%
Fondos Disponibles	1.2%	2.8%	2.8%	6.1%	9.1%	5.6%
Inversiones corto plazo	1.1%	1.7%	14.7%	0.0%	0.0%	0.0%
CxC Comerciales	8.7%	8.2%	6.0%	12.5%	9.5%	10.8%
Inventarios Neto	31.1%	26.6%	19.7%	25.7%	28.7%	27.6%
Gastos anticipados	2.1%	2.6%	3.4%	2.2%	2.6%	2.8%
Otros activos corrientes	0.6%	0.6%	0.8%	0.7%	0.3%	0.6%
Total Activo No Corriente	54.9%	57.0%	51.9%	52.5%	49.8%	52.6%
Propiedad, planta y equipo	53.5%	53.9%	48.0%	48.9%	46.3%	47.7%
Inventarios no corrientes	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Propiedades de inversión	0.6%	0.7%	0.6%	0.7%	0.6%	0.5%
Cuentas por Cobrar LP Otras	0.0%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Activo Financiero no Corrien	0.0%	0.0%	0.6%	0.5%	0.0%	0.0%
Inversiones Emp. Relac.	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.6%	4.0%
Activos Intangibles y Diferidc	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
Otros activos	0.4%	0.5%	2.4%	2.1%	2.1%	0.3%
Total Activo	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
PASIVO Y PATRIMONIO						
	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23
Total Pasivo Corriente	29.0%	23.5%	15.6%	21.4%	24.0%	22.4%
Deuda Financiera CP	19.7%	16.1%	5.8%	2.2%	10.6%	12.1%
Deuda Comercial	7.6%	5.1%	7.6%	13.6%	6.9%	5.5%
Otros Pasivos CP	1.7%	2.3%	2.2%	5.6%	6.4%	4.8%
Total Pasivo LP	29.0%	30.3%	39.8%	28.8%	23.3%	24.8%
Deuda Financiera LP	25.7%	27.9%	37.8%	26.2%	21.0%	20.8%
Otros pasivos LP	3.4%	2.5%	2.0%	2.6%	2.3%	4.0%
PATRIMONIO	41.9%	46.1%	44.7%	49.8%	52.7%	52.8%
Total Pasivo y Patrimonio	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Fuente: ADELCA
Elaboración: BWR

Históricamente los activos no corrientes del emisor han representado cerca del 50% del total de activos, a la fecha de corte estos representan el 52.6%. Al pertenecer a una industria de uso intensivo de capital, el activo no corriente se encuentra representado en su mayoría por propiedad planta y equipo que principalmente se compone de edificaciones, instalaciones y maquinarias. La compañía mantiene un patrimonio sólido, que históricamente cubre en su totalidad el activo no corriente.

Con respecto al activo corriente, las cuentas más significativas a la fecha de corte son los inventarios y las cuentas por cobrar comerciales. Los inventarios se registran al costo o a su valor neto de realización el que resulte menor. El costo de los productos para la venta y de los productos semielaborados está compuesto por los costos de adquisición y otros costos incurridos para dejar los productos en las ubicaciones y condiciones necesarias para su venta, netos de descuentos atribuibles a los inventarios. El costo de los inventarios y de los productos vendidos se determina usando el método promedio ponderado

A diciembre 2023, el nivel de inventario se mantiene similar al nivel del año 2022, resultado del aprovisionamiento para el desarrollo de nuevos productos según la estrategia de la compañía. En el año 2024 el emisor espera disminuir el nivel de sus inventarios con el objetivo de optimización de su capital de trabajo

y evitar afectaciones por la variación del precio de las materias primas.

La deuda financiera se encuentra concentrada en el largo plazo, dicha estructura se considera adecuada por los tipos de inversiones que la compañía realiza, y mitiga el incremento del endeudamiento.

Flujo de caja, endeudamiento y tendencias

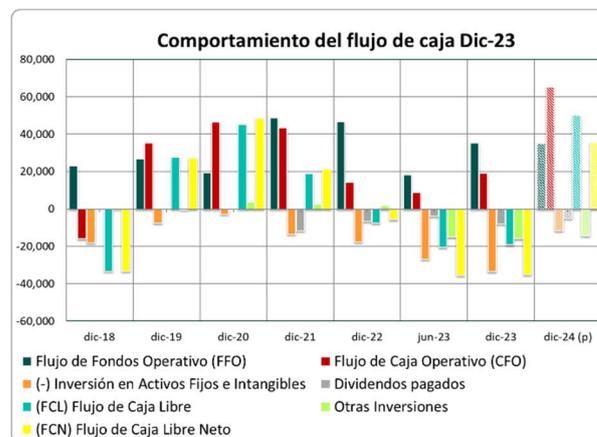
Históricamente ADELCA ha generado flujos de caja operativos (CFO) positivos. La excepción se dio en el 2018, ya que se produjo una acumulación coyuntural de inventario de materia prima (chatarra) que se liberó en el 2019 y 2020.

A la fecha de corte se registra un flujo de caja operativo de USD 18.95MM el cual es superior al del año 2022, como resultado de menores necesidades de capital de trabajo derivadas de las menores ventas.

Al cierre del año 2023, los días de inventario se ubicaron en 205 días (170 en diciembre-2022), como resultado de las menores ventas respecto a lo esperado y de un aprovisionamiento para la producción de los nuevos productos que se espera que en el año 2024 incrementen el volumen de ventas.

Por otro lado, los días de cuentas por pagar se ubica en 41 días, nivel similar al año precedente, y para 2024 el emisor espera conseguir una mejora en este indicador.

En cuanto a la política de cobro, esta no ha sufrido cambios significativos. El saldo corriente se incrementa debido a la reclasificación entre largo y corto plazo, en los estados financieros directos, de una cuenta por cobrar no corriente que se encuentra en litigio.



Fuente: Acería del Ecuador C.A. ADELCA
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR

La empresa mantiene una capacidad instalada holgada por lo cual en los últimos años no ha requerido inversiones de capital significativas para las líneas tradicionales.

En 2023 se realizaron inversiones por USD 33.7MM que corresponden principalmente a la construcción de un nuevo galpón y mantenimiento de las plantas y de la maquinaria. Para el final del año 2024, se ha considerado una inversión de USD 11.7MM que serán utilizados para mantenimiento de las plantas y la implementación de proyectos de crecimiento orientados a seguir ampliando su oferta de productos metálicos.

Durante los años 2022 y 2023 las necesidades de capital de trabajo ocasionaron que el flujo de caja operativo sea inferior a los niveles históricos, por lo que las inversiones en CAPEX, lo que se refleja en mayores niveles de deuda. A la fecha de corte el Flujo de Caja Libre llega a USD -19.24MM principalmente por las mayores necesidades de capital de trabajo, y las importantes inversiones en CAPEX. A este valor se suman inversiones en otros negocios por USD 16.58MM, que hacen que el Flujo de Caja Libre Neto alcance USD -35.23MM.

Por este motivo, en 2023 el indicador de Deuda Financiera Total Ajustada/ EBITDA se incrementa a 2.92 veces (2.15 veces en 2022) y el indicador neto de fondos disponibles se ubica en 2.4 veces. Para el año 2024 año el emisor proyecta que la optimización del nivel de inventarios y los menores requerimientos de CAPEX y de inversión en otros negocios permitan la generación de un flujo de caja libre positivos, y por tanto una disminución del endeudamiento financiero. Nuestra expectativa es que la deuda financiera neta de fondos disponibles termine el año en niveles de menos de 2 veces, lo que le permitiría mantener una flexibilidad financiera adecuada.

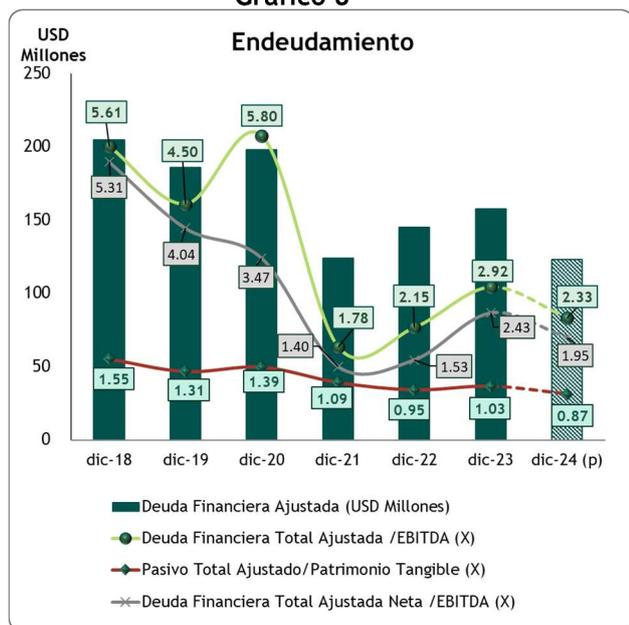
Las obligaciones financieras totales a diciembre 2023 representan el 70% del pasivo y ascienden a USD 157.77MM. Gracias a la reestructuración de plazos de su deuda financiera realizada en el año 2020, actualmente el 63.3% de la deuda tiene vencimientos mayores a un año y sus contrapartes son varias entidades financieras, tanto locales como del exterior.

Consideramos que la estructura de plazos de la deuda es una fortaleza pues está enfocada al largo plazo y está acorde a las inversiones en CAPEX que ha realizado. Dicha estructura, en conjunto con un endeudamiento controlado le dan a la empresa una importante flexibilidad financiera.

Amortización de Deuda Financiera		
Corte: diciembre 2023		
	Miles (USD)	%
2024	59,309 (*)	38%
2025	24,253	15%
2026	24,507	16%
2027	20,067	13%
2028	11,021	7%
2029	8,949	6%
2030	9,658	6%
Deuda Financiera Total	157,766	

(*) Se incluye gastos adicionales relacionados con los préstamos
Fuente: Acería del Ecuador C.A. ADELCA
Elaboración: BWR

Gráfico 8



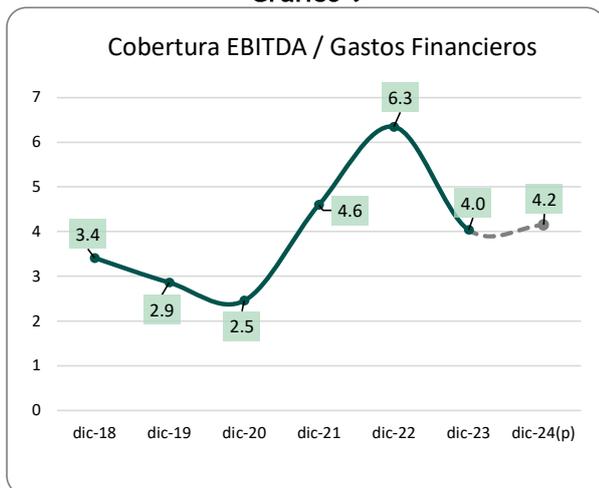
Fuente: Acería del Ecuador C.A. ADELCA
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR

El indicador de Pasivo Total Ajustado/Patrimonio Tangible se ubica en 1.03 veces con corte diciembre-2023. El patrimonio se encuentra ajustado por una cuenta por cobrar neta de provisión por USD 8.7MM, que representa el 16.72% del total de cartera de la Compañía. En septiembre-2019 se firmó un convenio transaccional para la recuperación de estos valores, no obstante, hasta la fecha el deudor no lo ha cumplido. La Administración indica que a la fecha de corte se mantienen acciones legales para recuperar estos valores y esperarían recuperarlos en el mediano plazo.

Capacidad de Pago y Liquidez

Históricamente ADELCA ha mantenido flexibilidad financiera para cumplir con el pago periódico de su gasto financiero. A la fecha de corte, este indicador se ubica en 4 veces y esperamos que, gracias a la mayor eficiencia operativa, el indicador siga manteniéndose por encima de 4 veces en los siguientes años.

Gráfico 9



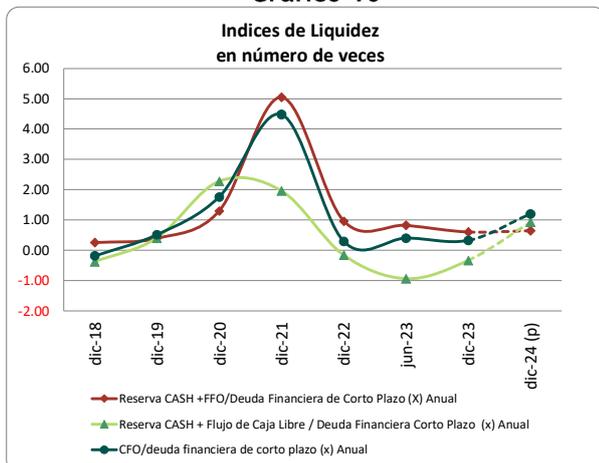
Fuente: Acería del Ecuador C.A. ADELCA
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR

La compañía cuenta con líneas de crédito por USD 369.27MM (incluyen líneas de crédito para operaciones contingentes como son cartas de crédito de importaciones), de las cuales el 56% no han sido utilizadas. Los indicadores de liquidez calculados por la calificadoradora no incluyen las líneas de crédito disponibles, ya que la calificadoradora considera que la disponibilidad de créditos estará sujeta a la liquidez de la economía y al entorno económico.

En los últimos años los requerimientos de liquidez de ADELCA han estado altamente influenciados por las variaciones de capital de trabajo de cada período, así como las decisiones de inversión en CAPEX y en otros negocios. En el año 2024, se espera que el flujo de caja libre sea suficiente para cubrir toda la deuda financiera corriente por lo cual el riesgo de refinanciamiento estaría mitigado.

Adicionalmente, este riesgo se mitiga por la existencia de activos en garantía, el acceso al mercado de valores, así como por la trayectoria y prestigio de la empresa en el mercado.

Gráfico 10



Fuente: Acería del Ecuador C.A. ADELCA
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR

POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO, PRESENCIA BURSÁTIL, LIQUIDEZ DE LOS VALORES

Fecha de corte	dic-23
Activo Ajustado (USD M)	447,817
Activo Total (USD M)	480,681

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	14,884	14,884	30.09
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	157,766	172,650	2.59
3era	Deuda sin garantía específica de balance	54,075	226,725	1.98
TOTAL		226,725	226,725	1.98

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis de ADELCA como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe. El presente programa de papel comercial se encuentra respaldado por la garantía general de la empresa.

El estudio de la capacidad de liquidación de los activos refleja que los valores en circulación entran en tercera prelación, con una cobertura de 1.98 veces a diciembre 2023.

Para el cálculo de la cobertura de los activos que muestra el cuadro anterior, se ha restado del activo total a los activos diferidos, inversiones en acciones y otros que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.

A la fecha de corte, los activos de ADELCA son en su mayoría de naturaleza operativa, y se han realizado las provisiones por deterioro de los activos financieros en la medida que se ha estimado necesario.

En cuanto a la capacidad de los activos registrados en el balance ADELCA para ser liquidados, a diciembre 2023 el 47.4% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. Con respecto al activo no corriente, representado principalmente por el activo fijo, su capacidad de ser liquidado, así como sus valores de liquidación dependerán de las circunstancias específicas de cada momento, tanto de la empresa como del mercado.

RESGUARDOS

Para la emisión de papel comercial que se analiza en este informe, el emisor se obliga a establecer



al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:

1. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. A la fecha de corte la empresa cumple el resguardo con un indicador 2.12.
2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. A diciembre 2023, la empresa declara que se encuentra al día con sus obligaciones.
3. Mantener durante la vigencia del programa la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1.25. A diciembre 2023, ADELCA no mantiene obligaciones en circulación.

Se hace constar que el incumplimiento de los resguardos podrá dar lugar a declarar de plazo vencido a todas las emisiones efectuadas por la compañía.

De acuerdo con la Resolución 548-2019-V emitida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, los activos depurados se entienden como el total de activos del emisor menos: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independiente de la instancia administrativa o judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias y de terceros; cuentas o documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo esté compuesto por bienes gravados; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales y extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

Adicionalmente el emisor debe cumplir los siguientes límites y compromisos según el contrato de emisión:

- El emisor mantendrá un límite de endeudamiento financiero semestral de hasta 3 veces el patrimonio de la compañía (pasivos financieros / Patrimonio), considerándose como pasivo financiero a la deuda financiera y bursátil. A la fecha de corte presenta un indicador 0.62 veces.
- La compañía se compromete durante la vigencia de la emisión a presentar al representante de los Obligacionistas un informe respecto al cumplimiento del límite de endeudamiento semestral. Para la base de la verificación se tomará los estados financieros semestrales correspondientes al 30 de junio y 31 de diciembre de cada año.

Por último, cabe mencionar que el monto autorizado de la segunda emisión de papel comercial analizada en este informe asciende a USD 20MM, que representa el 7.88% del patrimonio, por lo que no supera los límites establecidos por la legislación vigente (200%).

POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO, PRESENCIA BURSÁTIL, LIQUIDEZ DE LOS VALORES

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite y que permita un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado, ni de su presencia bursátil; en todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez de papel en el mercado y no al contrario.

A la fecha de corte de este informe, ADELCA mantiene únicamente el papel comercial analizado en este prospecto. Según la confirmación de la Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil en los seis últimos meses no se han efectuado negociaciones de estos títulos en el mercado secundario.

ACERÍA DEL ECUADOR C.A. ADELCA								PROYECCIONES BWR
(Miles de USD)	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	
Resumen Balance								
Caja y Equivalentes de Caja	10,658	19,063	79,546	26,505	41,809	26,759	20,090	
Cuentas por Cobrar Comerciales	39,303	34,654	27,287	54,488	43,380	52,035	52,333	
Inventarios	140,130	112,702	89,463	111,915	131,698	132,732	114,677	
Activos fijos	241,591	228,039	217,865	212,886	212,462	229,301	224,266	
Otros Activos	19,606	28,787	39,506	29,605	29,301	39,855	47,965	
Total Activos	451,288	423,245	453,667	435,399	458,649	480,681	459,331	
Cuentas por Pagar Proveedores	34,350	21,775	34,478	59,008	31,807	26,567	31,454	
Deuda Financiera Total	204,713	185,903	197,828	123,871	145,051	157,766	123,052	
Deuda Financiera Corto Plazo	88,859	67,984	26,344	9,633	48,761	57,961	54,000	
Deuda Financiera Largo Plazo	115,854	117,919	171,484	114,238	96,290	99,804	69,052	
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	0	0	0	0	
Otros Pasivos	22,922	20,277	18,778	35,590	39,875	42,393	69,202	
Total Pasivos	261,985	227,955	251,084	218,469	216,733	226,725	192,254	
Patrimonio	189,303	195,290	202,583	216,930	241,916	253,957	267,077	
Resumen de Resultados								
Ventas	315,669	284,367	218,213	369,551	359,518	303,848	306,374	
Costo de ventas	-268,346	-236,415	-175,861	-286,160	-278,224	-233,068	-235,908	
Otros ingresos operativos	-	-	-	-	-	-	-	
Egresos operativos	(31,441)	(28,315)	(23,247)	(33,244)	(33,364)	(35,490)	(36,170)	
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	15,882	19,637	19,105	50,147	47,930	35,290	34,296	
Ingresos y gastos no operativos neto	612	234	2,458	912	2,672	3,456	1,574	
Gasto Financiero del período	(10,709)	(14,433)	(13,872)	(15,117)	(10,629)	(13,373)	(12,707)	
Impuesto a la renta	(2,188)	353	(804)	(8,953)	(8,148)	(5,376)	(5,028)	
RESULTADO NETO DE LA GESTION	3,678	5,987	7,293	26,527	31,734	19,997	18,134	
Otros resultados integrales	81	196	406	-462	-92	0	0	
RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO	3,678	5,987	7,293	26,527	31,734	19,997	18,134	
Resumen Flujo de Caja								
EBITDA OPERATIVO	36,517	41,268	34,086	69,542	67,428	53,979	52,742	
(-) Gasto Financiero del período	-10,709	-14,433	-13,872	-15,117	-10,629	-13,373	-12,707	
(-) Impuesto a la renta del período	-2,946	-88	-989	-5,764	-10,097	-5,336	-5,028	
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0	
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	22,862	26,747	19,224	48,660	46,703	35,270	35,007	
(-) Variación Capital de Trabajo	-38,960	8,402	27,125	-5,444	-32,510	-16,315	30,114	
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-16,098	35,149	46,349	43,216	14,193	18,954	65,120	
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	612	234	2,458	912	2,672	3,456	1,574	
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0	0	0	0	
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	99	-41	-845	0	0	0	0	
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	0	0	-11,743	-6,747	-7,957	-5,014	
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-17,642	-7,100	-2,705	-13,233	-17,487	-33,486	-11,567	
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-421	-427	-181	-276	-232	-209	-116	
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-33,450	27,815	45,076	18,877	-7,601	-19,242	49,997	
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	20,050	-18,810	11,926	-73,957	21,180	20,180	-42,179	
OTRAS INVERSIONES NETO	56	-600	3,481	2,477	1,725	-15,988	-14,486	
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	-438	0	0	0	
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	-13,344	8,405	60,483	-53,041	15,303	-15,050	-6,668	
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	10,658	19,063	79,546	26,505	41,809	26,759	20,090	
Indicadores								
Patrimonio Tangible	169,386	174,461	180,353	199,558	227,377	221,092	219,915	
% crecimiento en ingresos operativos	10.7%	-9.9%	-23.3%	69.4%	-2.7%	-15.5%	0.8%	
MARGEN EBIT (%)	5.0%	6.9%	8.8%	13.6%	13.3%	11.6%	11.2%	
MARGEN EBITDA (%)	11.6%	14.5%	15.6%	18.8%	18.8%	17.8%	17.2%	
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	3.13	2.85	2.39	4.22	5.39	3.64	3.75	
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	3.41	2.86	2.46	4.60	6.34	4.04	4.15	
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	3.41	2.86	2.46	4.60	6.34	4.04	4.15	
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	5.61	4.50	5.80	1.78	2.15	2.92	2.33	
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	5.31	4.04	3.47	1.40	1.53	2.43	1.95	
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	52%	49%	49%	36%	37%	38%	32%	
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.26	0.39	1.30	5.05	0.96	0.61	0.65	
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	(0.18)	0.52	1.76	4.49	0.29	0.33	1.21	
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	(0.38)	0.41	2.28	1.96	(0.16)	(0.33)	0.93	
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.38)	0.40	2.41	2.22	(0.12)	(0.61)	0.66	

La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito de BANKWATCH RATINGS. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS se basa en información que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera confiables. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información recibida sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo el análisis y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en que se ofrece y coloca la emisión, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a la administración del emisor, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de BANKWATCH RATINGS deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que BANKWATCH RATINGS se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor es responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados con relación a los títulos. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo la normativa vigente. Todos los derechos reservados. © BankWatch Ratings 2024.